UMA INTRODUÇÃO AO CAPITALISMO DIRIGIDO PELAS FINANÇAS

Robert Guttmann
Tradução de Hélio Mello Filho

RESUMO

O capitalismo dirigido pelas finanças sempre teve uma propensão a crises financeiras em momentos fundamentais de sua expansão territorial ao trazer economias até então dirigidas pelo Estado para a órbita da regulamentação do mercado. A crise atual, todavia, é diferente. Não apenas emanou do centro, em vez surgir de algum ponto da periferia, como também revelou falhas estruturais profundas na arquitetura institucional de contratos, fundos e mercados que compunham o sistema financeiro novo e desregulamentado. Estamos diante de uma *crise sistêmica*, que é sempre um evento de proporções épicas e efeitos duradouros. O objetivo deste artigo é lançar uma luz sobre este momento significativo.

PALAVRAS-CHAVE: *capitalismo financeiro; economia; mercado; crise econômica.*

SUMMARY

Finance-led capitalism always has had a propensity for financial crises at key moments of its territorial expansion when bringing hitherto state-run economies into the orbit of market regulation. The current crisis, however, is different. Not only has it emanated from the center rather than hit somewhere at the periphery, but it also has revealed deep structural flaws in the institutional architecture of contracts, funds, and markets that have made up the new, deregulated system of finance. We are facing a *systemic crisis*, always an event of epic proportions and lasting impact. We want to shed light on this significant moment.

KEYWORDS: *finance-led capitalism; economy; market; economic crisis.*

Desde que reagimos à crise de estagflação mundial (ocorrida na década de 1970 e no início dos anos 1980), que desregulamentou os bancos e permitiu-lhes remodelar os trabalhos da nossa economia, vivemos em um sistema dominado pelas finanças. Representante de um novo regime de acumulação no sentido elaborado originalmente pelos fundadores da escola da regulamentação francesa[1], o capitalismo dirigido pelas finanças disseminou a sua lógica inexorável do mercado caracterizado pela ausência de regulamentação e voltado para a maximização do valor aos acionistas por todos os cantos do planeta. No último quarto de século, a sua propagação ajudou a integração de metade da raça humana a uma economia de mercado privada, financiou uma nova revolução tecnológica e empurrou o processo de globalização com um breve peteleco. A organização de novas formas de financiar dívidas nos possibilitou amenizar o ciclo de negócios e acomodar desequilíbrios externos muito maiores entre países: realizações de vulto dos nossos esforços perenes pela estabilização.

[1] Aglietta, M. *Régulation et crises du capitalisme*. Paris: Calmann-Levy, 1976; Boyer, R. e Saillard, Y. *Théorie de la régulation: L'État des saviors*. Paris: La Découverte, 1995.

Mas agora este sistema está em crise. É verdade, o capitalismo dirigido pelas finanças sempre teve uma propensão a crises financeiras em momentos fundamentais de sua expansão territorial ao trazer economias até então dirigidas pelo Estado para a órbita da regulamentação do mercado, como foi o caso da crise da dívida externa em países menos avançados na década de 1980, a crise do peso mexicano de 1994-1995 ou a turbulência que atingiu os mercados emergentes — da Tailândia à Argentina — no final dos anos 1990. Porém, tais crises foram nuvens passageiras, mecanismos de reequilíbrio voltados para a integração desses países na economia mundial. A crise atual, todavia, é diferente. Não apenas emanou do centro, em vez surgir de algum ponto da periferia, como também revelou falhas estruturais profundas na arquitetura institucional de contratos, fundos e mercados que compunham o sistema financeiro novo e desregulamentado. Em outros termos, estamos diante de uma *crise sistêmica*, que é sempre um evento de proporções épicas e efeitos duradouros. O objetivo deste artigo é lançar uma luz sobre este momento significativo.

FINANCEIRIZAÇÃO

Regulacionistas e outros economistas heterodoxos reconheceram nos últimos anos a chegada de um tipo diferente, em termos qualitativos, de capitalismo, intitulado alternadamente de "capitalismo patrimonial"[2], "regime de crescimento dirigido pelas finanças"[3] ou "regime de acumulação dominado pelas finanças"[4]. Não importa o nome pelo qual é chamado: o novo regime é dirigido pelas finanças[5]. O seu atributo central é um processo amplamente referido como *financeirização*, que Epstein definiu como "[...] o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais"[6]. Quando vista de forma concreta, a financeirização é um processo complexo que abrange muitas e diferentes facetas[7].

MAXIMIZAÇÃO DO VALOR AO ACIONISTA

No plano da empresa, a financeirização refere-se sobretudo à dominação da *maximização do valor ao acionista* entre os objetivos corporativos. Esta alteração aconteceu com a emergência de tipos diferentes de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos de *hedge*) que reúnem investidores menores para obter benefícios de escala (melhor diversificação, mais informações, menores custos de transações etc.). O rápido crescimento dos assim chamados *investidores institucionais* no último quarto de século transformou-os nos acionistas principais de grandes empresas em todo o mundo.

[2] Aglietta, *Le capitalisme de demain.* Paris: Fondation Saint-Simon, 1998.

[3] Boyer, "Is a finance led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis". *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, 2000, pp. 111-45.

[4] Stockhammer, E. "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime". Artigo apresentado no Seminário CEPN, MSH Paris-Nord, 4 April 2008. Disponível em <www.univ-paris13.fr/CEPN/texte_stockhammer_040408.pdf>, acessado em 23/11/2008.

[5] Tabb, W. "The centrality of finance". *Journal of World-Systems Research*, vol. 13, nº 1, 2007, pp. 1-11.

[6] Epstein, G. *Financialization and the world economy*. Northhampton, MA: Edgar Elgar, 2005, p. 3.

[7] Ver Foster, J. "The financialization of capitalism". *Monthly Review*, vol. 58, nº11, 2007, pp. 1-14; Krippner, G. "The financialization of the American economy". *Socio-Economic Review,* vol. 3, nº2, 2005, pp. 173-208; e Palley, T. "Financialization: what it is and why it matters". *Working Papers*, #525. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Institute, 2007, para excelentes introduções aos diversos significados e manifestações da financeirização.

Eles normalmente utilizam o direito de propriedade para impor uma lógica financeira arraigada em rendimentos trimestrais por ação como indicador de desempenho, uma lógica que permeia as diretorias e normas de governança corporativas[8]. Sujeitados desta maneira à pressão intensa do mercado, os gerentes priorizam os resultados de curto prazo em vez de atividades de longo prazo, que seriam muito mais produtivas para o crescimento, como pesquisa e desenvolvimento, renovação de fábricas e equipamentos, capacitação técnica da força de trabalho e cultivo de relações duradouras com os fornecedores. As fusões e aquisições são o método de crescimento predileto em detrimento do investimento em recursos adicionais e novos de maior produção. Agora, diante de um mercado subitamente muito mais ativo de controle corporativo, as corporações de baixo desempenho têm de se preocupar com revoltas de acionistas, tomadas agressivas do controle acionário por concorrentes, aquisições de controle acionário alavancadas por fundos de participações[*] que planejam torná-las privadas e/ou dividi-las e com a pressão de *corporate raiders*[**] com muito capital. O preço da ação é, portanto, a chave variável em torno da qual a gestão corporativa organiza a sua atuação, incitando reaquisições freqüentes de ações, o uso de ações como moeda, o afrouxamento das normas contábeis e a manipulação de demonstrações financeiras.

[8] Aglietta, M. e Rebérioux, A. *Dérives du capitalisme financier*. Paris: Albin Michel, 2004.

[*] Também conhecidos como "fundos de *private equity*". [N. T.]

[**] Indivíduo ou empresa que visa à tomada do controle acionário de outra empresa por meio da dominação do seu controle acionário; em tradução mais literal: "saqueador corporativo". [N. T.]

O DESACOPLAMENTO ENTRE LUCROS E INVESTIMENTO

A dominação dos interesses de acionistas, reforçada pela predominância de opções de ações e bônus por desempenho baseados em lucros como componentes principais da gestão de pagamentos, é suspeita de ser a maior culpada pelo desempenho apático dos investimentos com relação aos níveis historicamente elevados da lucratividade das empresas nas últimas duas décadas[9]. O investimento envolve dispêndios com custos e adiamento de benefícios imediatos, portanto, tende a primeiramente reduzir os lucros para depois impulsioná-los... algo não muito bem-aceito quando o foco primário tornou-se o lucro trimestral. Há, é claro, a alternativa muitas vezes mais barata de comprar a capacidade de produção já existente no mercado (de ações) de controle corporativo por meio de fusões e aquisições. Tais fusões oferecem a vantagem adicional, da perspectiva do setor como um todo, de impedir a expansão da capacidade e interceptar, dessa forma, problemas de superprodução global, que diante da industrialização extremamente rápida das economias de mercados emergentes em partes da Ásia, Leste Europeu, América Latina e África representam uma ameaça constante nos dias de hoje. A explosão das fusões globais das décadas de 1990 e 2000 (ótimos negócios para mais uma outra instituição financeira no centro do processo de financeirização, os

[9] Stockhammer, "Financialisation and the slowdown of accumulation". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, nº 5, 2004, pp. 719-41; idem. "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, nº 2, 2006, pp. 193-215.

bancos de investimentos) surgiu como um aumento de ativos financeiros em vez de um investimento na produção. E, de fato, testemunhamos grandes aumentos nos portfólios de ativos financeiros de corporações não-financeiras durante esse período, com rendimentos financeiros (juros, dividendos, ganhos de capital) tornando-se na mesma medida mais importantes. Parte desta tendência também pode refletir uma concepção variável de empresas líderes como orquestradores de redes globais de produção, cuja capacidade de descentralização depende da reunião centralizada de fluxos de caixa e do investimento deles em ativos líquidos para uma realocação mais fácil do capital. À medida que essa tendência se manifesta, torna-se cada vez mais difícil apreender a dinâmica integral de investimentos de corporações norte-americanas ou européias, considerando apenas os dados de investimento dos seus países de origem.

A REDISTRIBUIÇÃO DA RENDA

A terceira faceta da financeirização é uma extensão da segunda, visto que os lucros relativamente altos dos últimos anos tiveram de ser compartilhados com um grande número de investidores que apanhavam a sua fatia do bolo. Temos presenciado um declínio constante da porção dos lucros retidos para reinvestimento e um aumento concomitante na porção dos lucros pagos a acionistas na forma de dividendos. Os credores obtêm os seus pagamentos de juros e os intermediários financeiros, suas taxas e comissões. Somemos a isto os ganhos de capital e começaremos a perceber que os rendimentos financeiros aumentaram de forma contínua como parcela do total, obrigando os industriais a forçarem maiores lucros às custas da estagnação, muitas vezes com redução da parte salarial. Esta redistribuição de partes do rendimento funcional de salários pela transferência do lucro industrial para o rendimento financeiro está vinculada à alteração paralela da distribuição da renda favorável aos mais ricos, nas mãos dos quais a maior parte dos ativos financeiros está concentrada, bem como uma distribuição ainda mais desigual da riqueza, uma tendência geral nas nações mais industrializadas[10]. Claro, a porção em declínio da parte salarial foi, durante o último quarto de século, compensada pelas taxas de poupança em declínio e o aumento dos níveis da dívida do consumidor, outro aspecto importante da dinâmica de crescimento no capitalismo dirigido pelas finanças[11].

DINÂMICA DE CRESCIMENTO TENDENCIOSA

Diferentes abordagens heterodoxas tentaram vincular a financeirização ao crescimento econômico, almejando compreender qual a

[10] Power, D., Epstein, G. e Abrena, M. "Trends in the rentier income share in OECD countries, 1960-2000". *PERI Working Papers*, #58. Amherst, MA: Political Economy Research Institute, 2003; Wolff, E. (org.). *International Perspectives on Household Wealth*. Chaltenham, UK: Edgar Elgar, 2004.

[11] Guttmann, R. e Plihon, D. "Consumer debt at the center of finance-led capitalism". Artigo apresentado na Conferência CEPN/SCEPA, Globalization and Inequality: Are Growth Regimes in Open Economies Bound to be Biased? A Comparative Analysis of the US and Europe in the 2000s. Université Paris 13, 17-18/01/2008. Disponível em <www.univ-paris13.fr/CEPN/col_guttmann_plihon_1.pdf>, acessado em 23/11/2008.

melhor forma de modelar a conexão entre os dois. A abordagem regulacionista[12] analisa como a dominação do capital financeiro impactou as principais formas institucionais de um regime de acumulação (ou seja, concorrência, relação salarial e política econômica). Os modelos pós-keynesianos de fluxos e estoques[13] ou crescimento e distribuição[14] tentam lançar uma luz à incorporação macroeconômica de variáveis relacionadas às finanças (relação entre pagamento de dividendos e despesas de investimentos, taxas de juros vinculadas a taxas de câmbio etc.). Os economistas agrupados em torno da Union of Radical Political Economists[15] analisam as finanças como um mecanismo cíclico de crescimento dentro da abordagem de estrutura de acumulação social que, em muitos aspectos, assemelha-se à abordagem de regulamentação francesa.

Embora as três abordagens contenham *insights* valiosos com relação à dinâmica de crescimento do capitalismo dirigido pelas finanças, a restrição do modelamento tipicamente exige um indicador representante bastante simplificado e facilmente quantificável da financeirização (por exemplo, a taxa de pagamento de dividendos), que trate toda a complexidade do fenômeno de uma forma muitíssimo compactada. Propomos aqui acrescentar duas dimensões para uma análise mais aprofundada, que nos permita compreender a financeirização de uma maneira mais completa. A primeira volta-se para as mudanças no *modus operandi* das finanças nas últimas duas décadas. A segunda diz respeito à reconstrução que a globalização financeira faz da economia mundial transformando-a em algo maior do que apenas a soma de suas partes. O capitalismo dirigido pelas finanças é em essência conformado por essas duas forças.

[12] Boyer, op. cit.

[13] Lavoie, M. "Financialisation issues in a post-keynesian stock-flow consistent model". Artigo apresentado na Conferência Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector. Hans Boeckler Stiftung, Berlim, 26-27 outubro de 2007. Disponível em <www.uvm.edu/~econ/keynesian_conf/Lavoie%20Paper.pdf>, acessado em 23/11/2008.

[14] Hein, E. e Van Treer, T. "'Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth. Artigo apresentado na Conferência Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector. Hans Boeckler Stiftung, Berlim, 27 de outubro de 2007. Disponível em <www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_07_2007.pdf>, acessado em 23/11/2008.

[15] Tabb, op. cit.

AS NOVAS QUALIDADES DAS FINANÇAS

As finanças foram profundamente transformadas por uma combinação de desregulamentação, globalização e informatização[16]. Este impulso triplo transformou um sistema financeiro estritamente controlado, organizado em âmbito nacional e centrado em bancos comerciais (que recebem depósitos e fazem empréstimos), em um sistema auto-regulamentado, de âmbito global e centrado em bancos de investimento (corretagem, negociações e *underwriting*[*] de valores mobiliários). A preferência por mercados financeiros em vez de finanças indiretas utilizando bancos comerciais foi em grande parte facilitada pelo surgimento de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos de *hedge* e de participações) como compradores-chave nesses mercados. Essas alterações estruturais do nosso sistema de crédito têm sido em grande medida conformadas por inovações financeiras em escala maciça. Inovações-chave, apesar de dotarem

[16] Guttmann, "La transformation du capital financier". In: Chesnais, F. (org.). *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996, pp. 59-96; Plihon, *La monnaie et ses mecanismes*. 5ème edition. Paris: La Decouverte, 2008, Repères #295.

[*] Termo incorporado ao jargão financeiro: "Esquema de lançamento de ações mediante subscrição pública, para o qual uma empresa encarrega um intermediário financeiro, que será responsável por sua colocação no mercado" (Fonte: *Glossário de termos financeiros da Bovespa*). [N. T.]

o sistema de crédito geral de flexibilidade e capacidade de reação às necessidades de credores e devedores, também incentivaram as bolhas de ativos, a subestimação de riscos e a alavancagem excessiva. Agora que essas tendências desestabilizadoras confluíram naquilo que, comprovadamente, pode ser considerada a crise financeira mais grave depois da Grande Depressão dos anos 1930, precisamos retroceder para entender como chegamos até aqui antes que possamos tentar entender como prosseguir.

A TRANSFORMAÇÃO DAS FINANÇAS

O regime pós-guerra de regulamentação de dinheiro e bancos (mais bem caracterizado como um sistema de *crédito e dinheiro administrado em âmbito nacional*, baseado em taxas de juros baixas, taxas de câmbio fixas, regulamentação estrita de atividades bancárias e empréstimos bancários como mecanismo de geração de dinheiro) desfez-se quando a sua estrutura internacional, o sistema de *Bretton Woods* (1945-1971), baseado no dólar, ruiu após uma série de ataques especulativos contra um dólar supervalorizado. Tais ataques foram catapultados em escala sem precedentes pelo *mercado de euromoedas*. Esta grande inovação surgiu durante o início dos anos 1960, quando injeções excessivas de dólares na circulação internacional pelo crescimento contínuo de déficits de saldos de pagamentos dos Estados Unidos buscavam um novo circuito de absorção. Composta de depósitos e empréstimos bancários em moedas centrais *fora* do seu país de emissão original (por exemplo, depósitos denominados em dólares em Paris, empréstimos denominados em euros originados em Londres), esta rede de bancos globais ultrapassou o alcance dos bancos centrais. Com a ajuda de duas redes de computadores (SWIFT e CHIPS), o mercado de euromoedas facilitou a movimentação de fundos para dentro e fora de países e de moedas como um conduto para a especulação monetária[17]. Também possibilitou que bancos e seus clientes driblassem as regulamentações nacionais, mais notadamente os controles de capital e tetos de taxas de juros nos Estados Unidos. Adicione a isto um embate cada vez mais profundo após 1969 entre a estagflação sendo intensificada, uma nova forma de crise estrutural e os pilares do regime pós-guerra, taxas de juros baixas e taxas de câmbio fixas. O mercado de euromoedas explodiu esta contradição com fugas espetaculares de dólares (março de 1968, julho de 1971 e fevereiro de 1973), que resultaram no desmonte das taxas de câmbio fixas em março de 1973, dois choques do preço do petróleo calibrados por quedas bruscas do dólar (outubro de 1973 e março de 1979) e finalmente o término da política de juros baixos da América em outubro de 1979.

[17] SWIFT, responsável pelas comunicações de dados entre bancos, significa Society of Worldwide Financial Telecommunications; CHIPS é um sistema de transferências eletrônicas de grandes somas, que significa Clearing House Interbank Payment System.

Tudo isso aconteceu antes da contra-revolução conservadora de Reagan e Thatcher, que na década de 1980 impôs a doutrina do livre-mercado ao mundo para viabilizar a política de privatização e desregulamentação em todas as partes. A desregulamentação dos bancos espraiou-se dos Estados Unidos para a Europa continental (via o Single European Act [Ato Único Europeu] de 1987 e a Second Banking Directive [Segunda Diretiva Bancária] de 1989), e em seguida para muitos países em desenvolvimento forçados a reformar seus setores bancários como conseqüência da crise da dívida dos países menos desenvolvidos de 1982-1987, e finalmente para as economias de mercados emergentes (Rússia, Tigres Asiáticos da orla do Pacífico, da Tailândia à Coréia) no despontar das suas crises monetárias e bancárias do final da década de 1990. Este processo global incluiu um esforço do FMI pela liberalização internacional das movimentações de capital durante a década de 1980 e início da de 1990[18], um acordo global de "acesso recíproco" em 1997 referente aos serviços financeiros sob os auspícios da Organização Mundial do Comércio, e — ainda sendo imposta pelos Estados Unidos, mas encontrando resistências pesadas em todas as partes — um acordo multilateral sobre investimentos.

[18] Eichengreen, B. e Mussa, M. "Capital account liberalization and the IMF". *Finance and Development*, vol. 35, nº 4, 1998, pp. 16-19.

Nesse meio-tempo, os bancos norte-americanos enfrentaram o novo mundo dos preços desregulamentados do dinheiro com investimentos pesados em negócios com câmbio estrangeiro e tendo de competir por fundos com taxas de depósito mais altas. Com a retomada da competição por preços pela primeira vez desde a Grande Depressão, eles tentaram compensar os fundos mais caros com a busca de ativos de maior rendimento e o envolvimento em atividades geradoras de taxas que os deixassem menos expostos aos riscos das taxas de juros e menos dependentes da receita proveniente de juros. Eles foram muito ajudados neste impulso à diversificação pelas ambigüidades e brechas resultantes de uma estrutura reguladora bastante caótica nos Estados Unidos[19]. Barreiras antigas de alcance geográfico e um leque de atividades permitidas foram a partir de então gradualmente solapadas, enquanto os responsáveis pela elaboração de políticas passaram uma década discutindo sobre qual nova estrutura dar ao setor de serviços financeiros norte-americano. Esse debate foi resolvido em 1999 com a aprovação da lei de Gramm-Bliley-Leach, também conhecida como a Financial Services Modernization Act [Lei de Modernização de Serviços Financeiros], que repeliu as restrições às atividades bancárias da lei de Glass-Steagall da época da Depressão.

[19] Dependendo do seu *status* preciso, qualquer um dos 7.500 bancos que operam nos Estados Unidos está sujeito a duas, se não três, agências reguladoras, incluindo as comissões de bancos estatais, o Fed, a Federal Deposit Insurance Corporation ou o Treasury's Comptroller of Currency. Ver Guttmann, *Reforming money and finance: toward a new monetary regime* (Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1997, pp. 133-88), para mais informações.

A desregulamentação permitiu que os bancos se expandissem a novas áreas geográficas e ampliassem as opções de serviços que ofereciam. Embora ainda persistam muitos jogadores em nichos especializados de todo o leque de serviços financeiros, as principais instituições

financeiras do mundo tornaram-se, todas, imensos conglomerados ávidos por integrar diferentes tipos de serviços, instrumentos e mercados. Tipicamente, combinam diversas funções financeiras (operações bancárias comerciais, operações bancárias de investimento, gestão de fundos, gestão de fortunas privadas e seguros) sob um único teto, almejando desfrutar economias significativas de âmbito e rede no processo. Há talvez cerca de quatrocentos desses *grupos financeiros* do tipo "faz-tudo", e as suas organizações transnacionais é que tornam as finanças em um setor verdadeiramente global. A sua abordagem financeira "multiproduto" também acelerou uma certa convergência de estruturas financeiras nacionais que já haviam sido diversificadas, no que tange à importância relativa dos mercados financeiros, a interação entre os bancos e esses mercados e o grau de concentração na provisão de serviços bancários[20].

Além da presença no mercado internacional dos principais bancos multinacionais, a globalização financeira também inclui portfólios globais diversificados de fundos (mútuos, de pensão e *hedge*), conexões transnacionais de intercâmbios de valores mobiliários (por exemplo, NYSE e Euronext), o surgimento de mercados de capitais verdadeiramente internacionais como os de promissórias, títulos e ações do mercado de euromoedas[21] e aumentos fenomenais de fluxos de capital internacionais após a sua liberalização abrangente durante os anos 1990. Graças à tecnologia ficou muito mais fácil organizar os mercados financeiros via plataformas de comércio eletrônico, que conectam uma comunidade de investidores e emissores em busca dos seus fundos. A era do dinheiro e das operações bancárias eletrônicos já está sobre nós[22]. A força propulsora desse progresso tecnológico, centrado em capacidade de comunicação e processamento de informações muito aprimorados nas redes planetárias (internet, SWIFT, CHIPS etc.), presta-se a malhas de transações financeiras e transferências de dinheiro para além das fronteiras nacionais. Dada a mobilidade inerente do dinheiro, o impulso entre fronteiras das finanças tem dirigido o processo de globalização mais amplo.

[20] Ver Plihon, D., Couppey, J. e Saïdane, D. *Les banques, acteurs de la globalisation financière*. Paris: La Documentation Française, 2006; Pastré, O. e outros (orgs.). *The new banking economics*. Chaltenham, UK: Edgar Elgar, 2007.

[21] Cartapanis, A. *Les marchés financiers internationaux*. Paris: La Découverte, 2004, Repères # 396.

[22] Guttmann, *Cybercash: The coming era of electronic money*. Londres, UK: Palgrave, 2003.

INOVAÇÃO FINANCEIRA

A informatização das finanças aperfeiçoou drasticamente a capacidade do sistema em inovar. Em contraste com a criação de bens tangíveis da inovação industrial, a inovação financeira diz respeito em maior parte à implementação de acordos contratuais, que atendem às necessidades de financiamento e/ou gestão de portfólio de devedores, credores e intermediários financeiros que unem os dois lados. Este tipo de atividade é muito mais facilmente implementado que a inovação industrial, mas também muito mais prontamente copiado e

destituído de proteção por direitos de propriedade intelectual, dotado, portanto, de um ciclo de vida muito mais curto. Este fato explica o ritmo frenético da inovação financeira e também a sua tendência na direção da complexidade e da personalização, duas características que tornam o resultado final mais difícil de imitar.

Outro aspecto central da inovação financeira é o seu relacionamento com a inovação. As inovações mais importantes das últimas três décadas driblaram as restrições reguladoras vigentes, que no processo terminaram enfraquecidas a ponto de não apresentarem o desempenho esperado. Tal demolição bem-sucedida das regulamentações existentes aconteceu logo de início, durante a década de 1960, quando os bancos dos Estados Unidos introduziram uma série de novos instrumentos do mercado monetário (por exemplo, fundos federais, títulos de crédito, certificados de depósito negociáveis, aceitações de bancos), que usaram para financiar a expansão de crédito para além da base de depósitos controlados pelo Fed. Um exemplo da assim chamada *obrigação de empréstimo* (*borrowed liability*) em voga na época eram os depósitos em eurodólar, que os bancos norte-americanos usaram para ajudar os seus clientes corporativos a escapar dos tetos de taxa de juros do Fed para depósitos nacionais ou controles de fluxos de capitais para o estrangeiro[23]. Outro exemplo importante da inovação para a fuga da regulamentação foi o uso da securitização e de *swaps* de inadimplência de crédito por bancos para o reajuste dos seus portfólios de empréstimos, em resposta às necessidades de capital do Acordo da Basiléia de 1988, vendendo os empréstimos de baixo risco de que queriam se desfazer e assegurando os de alto risco que queriam manter.

[23] As corporações simplesmente depositariam os seus fundos em contas de eurodólar externas, que incluem rendimentos de mercado acima dos tetos do Fed para equivalentes de depósitos nacionais. Os bancos então tomariam emprestados esses fundos dos seus afiliados externos.

Este último exemplo aponta para um relacionamento ainda mais complexo entre inovação e regulamentação, definido de forma precisa por Kane como *dialética reguladora*[24]. O Acordo da Basiléia de 1988 mencionado foi em si o resultado de uma iniciativa global, sob os auspícios do Banco de Compensações Internacionais (BIS), para regulamentar o até então desregulamentado mercado de euromoedas após ter originado a crise da dívida externa em países menos avançados (1982-1987). E, na medida em que os bancos usaram a securitização e os *swaps* de inadimplência de crédito para baldar o acordo, forçaram a sua reforma, conhecida como "Basiléia II". Os bancos usam a inovação para debilitar as regulamentações existentes, com vistas apenas a ampliar em demasia a sua liberdade recém-descoberta, criar condições de crise e assim invocar uma nova regulamentação como resposta.

[24] Kane, 1981.

As inovações financeiras mais importantes relacionadas a isto são as que criaram novas redes de intermediação financeira, que moveram os nossos sistemas de crédito para além dos confins dos bancos comerciais tradicionais. Até agora tivemos quatro dessas, todas com um papel crucial no surgimento do capitalismo dirigido pelas finanças:

- A introdução, nos anos 1960, de instrumentos do mercado monetário, *as chamadas obrigações de empréstimo*, que liberaram os bancos a buscar empréstimos muito mais agressivos do que quando dependiam somente das obrigações de depósito como fonte de fundos.
- Uma obrigação de empréstimo em particular, os eurodólares, deu origem a uma verdadeira rede de bancos supranacionais que ultrapassavam a jurisdição de qualquer banco central nacional.
- Uma terceira alternativa de intermediação, que no início estava em competição direta com os bancos comerciais, atingiu o ponto de massa crítica na década de 1980, quando os fundos mútuos e fundos de pensão tornaram-se veículos populares para poupança habitacional e a investiram em valores mobiliários. Esses *investidores institucionais*, como eram chamados, proporcionaram liquidez a muitos mercados financeiros cujo crescimento, como resultado, foi enormemente impulsionado. Os bancos venceram este desafio estabelecendo os seus próprios fundos mútuos, assumindo o controle dos fundos de pensão e ajudando a lançar fundos de *hedge*.
- Os bancos então desenvolveram ainda uma outra fonte de renda lucrativa com a *securitização*, a nova embalagem dos empréstimos em valores mobiliários lastreados pelos fluxos da renda gerada por aqueles contingentes de empréstimos, que decolaram nos anos 1990, quando os títulos lastreados em empréstimos começaram a atrair um número cada vez maior de investidores de todo o planeta.

DE EMPRÉSTIMOS A VALORES MOBILIÁRIOS

Essas quatro redes de intermediação alternativas contribuíram para uma virada histórica da forma preferencial de crédito: de empréstimos para valores mobiliários. Podemos perceber essa tendência assumir o controle com a disseminação de instrumentos do mercado monetário em um mercado interbancário de proporções gigantescas no centro da economia mundial, com a ampliação gradual do mercado de euromoedas para além de depósitos e empréstimos e em direção a um mercado de capitais internacional de fato e desenvolvido de forma plena, com investidores institucionais ajudando a lançar mercados financeiros em economias emergentes, e sobretudo com a securitização de empréstimos. Some-se a isto o grande sucesso das debêntures de alto rendimento ("*junk*" ou de alto risco), que propiciou a muitas firmas de porte menor uma bem-vinda alternativa aos empréstimos bancários. A tendência para as finanças de mercado também foi reforçada pelos *derivativos*, como futuros, opções, *forwards* ou *swaps*. Esses instrumentos

[25] Derivativos são instrumentos financeiros cujo valor muda em resposta a alterações de variáveis subjacentes às quais estão vinculados como *commodities*, participações, títulos, taxas de juros, taxas de câmbio.

ajudaram a reduzir os diferentes tipos de risco associados às finanças, e ainda serviram como ferramentas excelentes de especulação[25].

Os valores mobiliários eram melhores que os empréstimos por diversas razões, conforme o lado da transação considerada. Eram os preferidos dos fornecedores de fundos porque esses instrumentos proporcionavam uma opção de fuga, ao contrário dos empréstimos. Os usuários de fundos os consideravam menos dispendiosos que empréstimos, com quantias mais altas disponíveis de uma só vez. Eles também podiam preferir as regras formais de divulgação de informações associadas aos valores mobiliários em vez dos relacionamentos informais, por vezes íntimos em demasia, com agentes de empréstimos intrometidos. A virada de empréstimos para valores mobiliários como forma principal de crédito foi em grande parte facilitada pela virada concomitante de depósitos bancários para fundos como os principais meios de poupança, o que gerou uma alta demanda por valores mobiliários. Também beneficiou, é claro, os bancos de investimento e suas atividades de corretagem, revenda e *underwriting* de valores mobiliários. Os bancos comerciais, diante de um declínio possivelmente duradouro de sua função tradicional de intermediação, reagiram à ameaça entrando eles mesmos nos negócios com fundos. Eles também assumiram o controle da criação de mercados de balcão, informais e descentralizados, nos quais muitos dos novos instrumentos de derivativos e securitização passaram a ser negociados. Esta atividade de criação de mercados rendeu-lhes grandes somas de dinheiro. Por fim, os bancos também forneceram liquidez a esses mercados com empréstimos de corretores, linhas de crédito emergenciais e outras facilidades de financiamento, todas elas fontes adicionais de rendimento de juros.

CAPITAL FICTÍCIO

[26] Marx, K. *Capital*. Nova York: International Publishers, 1959 [1895], vol. III, cap. 25.

A virada estrutural no sistema de crédito descrita aqui nos traz à memória uma importante distinção feita por Marx[26] entre o capital que rende juros, baseado em empréstimos bancários, e o capital fictício, referente a "letras negociáveis como riqueza" ou ao que chamamos hoje de valores mobiliários. Marx considerou tais letras fictícias, pois não tinham contrapartes em valores de ativos físicos reais; em vez disso, geravam sua renda da capitalização de um pagamento antecipado, cuja propriedade da letra dava direitos ao seu portador. Marx via o surgimento do capital fictício como um subproduto do desenvolvimento do sistema de crédito e do sistema *joint-stock*. Para ele, o dinheiro de crédito gerado pelo sistema bancário sem contraparte em ouro era em si a forma mais fundamental de capital fictício, porque a sua criação *ex nihilo* gerava poder de compra sem relação com o valor de nenhum tipo de

produção, consumo ou ativos físicos subjacentes reais[27]. As outras duas formas de capital fictício que Marx discutiu foram os títulos da dívida pública para financiar despesas de déficit e ações negociadas no mercado de ações, cuja avaliação (o "valor de mercado" de uma empresa) não se relacionava com o que uma empresa ou a sua produção realmente valiam (em termos de "valor patrimonial", com base na substituição de custos de suas unidades de produção e equipamentos).

[27] Deve-se notar que F. Hayek (*The pure theory of capital*. Chicago: Chicago University Press, 1941), o oposto político de Marx, também considerou a criação do sistema bancário de dinheiro e crédito como "capital fictício".

O conceito de "capital fictício" de Marx implica sobretudo que o valor de mercado das letras poderia ser elevado sem nenhum aumento paralelo na avaliação dos ativos tangíveis, por meio do uso de crédito, para o benefício da negociação da lucratividade de tais letras. O que ele descreve aqui equivale à negociação de valores mobiliários e outros títulos financeiros de ganhos de capital derivados da diferença entre o preço de compra (presumivelmente mais baixo) e o preço de venda (mais alto). A possibilidade de preços de valores mobiliários inflacionados artificialmente para ganhos potenciais de capital deriva inclusive de fatores de oferta e demanda, que em si estão sujeitos à manipulação voltada exatamente para tal finalidade, incluindo o uso do crédito para impulsionar a demanda e ter os intermediários (como *underwriters*, negociadores e corretores) para controle da oferta.

Em comparação com a época de Marx, temos hoje em dia uma formação infinitamente mais avançada de capital fictício, com grande parte da virada recente dos empréstimos bancários para os valores mobiliários equivalendo a um salto quântico na sua evolução. Em outras palavras, o capitalismo dirigido pelas finanças tem dado prioridade ao capital fictício, cujos novos condutos, como derivativos ou valores mobiliários lastreados em ativos, estão a vários níveis de distância de qualquer atividade econômica real de criação de valor. Nessa esfera, o objetivo principal é negociar ativos em papel de forma lucrativa para obter ganhos de capital, uma atividade mais bem definida como *especulação*[28]. Muitos desenvolvimentos recentes das finanças, como a securitização, a explosão em volume de negociação de derivativos, a disseminação de fundos de *hedge*, compras maciças de valores mobiliários por bancos etc., devem ser compreendidos por este ângulo.

[28] A especulação foi analisada em diversas contribuições técnicas, notadamente por Keynes (*The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan, 1936, cap. 12), Kaldor ("Speculation and Economic Stability". *Review of Economic Studies*, vol. 7, nº 1, 1939, pp. 1- 27) e Friedman ("The case for flexible exchange rates". In: *Essays in positive economics*. Chicago: Chicago University Press, 1953).

ESPECULAÇÃO E BOLHAS DE ATIVOS

Basta olhar para a proliferação de novos instrumentos financeiros e o aumento fenomenal de seus volumes negociados para se perceber o grau de dominação que o capital fictício conquistou nas últimas duas décadas. Muito desse crescimento tem sido alimentado por uma virada significativa na composição do portfólio de bancos, desde a ampliação de empréstimos até a compra de valores mobiliários. Como os bancos adquiriram direitos sobre valores mobiliários em volume significati-

vamente maior do que antes, uma grande quantidade de dinheiro criado é direcionada para os mercados financeiros, nos quais os volumes negociados e os preços de ativos são propulsionados. Uma vez que esta atividade especulativa gera uma imensa quantia de dinheiro novo que ao mesmo tempo não é refletida nos dados do PIB (com exceção de uma pequena fração de rendimentos derivados de serviços para instituições financeiras), a velocidade do dinheiro cai, como vem continuamente acontecendo na União Européia desde 1980[29]. Grande parte do financiamento dessa atividade especulativa não aparece nem mesmo nas demonstrações financeiras dos bancos, pois são retiradas dos balanços patrimoniais para evitar impostos e exigências de capital. Mas é a alta opacidade, que implica dissociação relativa do mundo "real", que torna a especulação tão atraente. Diferentemente das restrições físicas de capacidade relacionadas a unidades de produção e equipamentos, os mercados financeiros são limitados apenas pela imaginação coletiva dos seus usuários: os negociantes. E enquanto outros tipos de renda financeira, como juros ou dividendos, são diretamente deduzidos dos lucros industriais, os ganhos de capital não têm de se haver com essas limitações se os preços dos ativos continuarem a subir. E subindo continuarão: basta que a euforia disseminada direcione uma grande porção de liquidez a esses ativos e seus mercados.

[29] Plihon, *La monnaie et ses mecanismos*, op. cit., p. 48.

O EFEITO DA ALAVANCAGEM

Em vista do atraente potencial de crescimento, os bancos construíram uma máquina de financiamento de várias camadas para apoiar a especulação como atividade econômica principal. A injeção de liquidez estende-se para além das compras de valores mobiliários, até o financiamento de apoio a outros investidores (como fundos de *hedge*), possibilitando, assim, aos investidores propulsionarem consideravelmente a sua capacidade de negociação e tamanho de portfólio. Muitos especuladores pretendem assumir uma grande quantidade de dívidas para ampliar os seus ganhos, beneficiando-se do chamado *efeito de alavancagem*. Um nível maior de dívidas mantém o investimento de capital baixo, permitindo que os especuladores impulsionem a sua taxa de retorno sobre o capital em qualquer movimento de preços de ativos na direção certa[30]. A expansão fenomenal do capital fictício tem sido, portanto, sustentada pelo direcionamento, por parte dos bancos, de uma grande quantidade de crédito para os compradores de ativos financiarem as suas negociações especulativas com um alto grau de alavancagem e, assim, em uma escala muito maior.

Com toda essa liquidez aumentando o número de jogadores especuladores e a escala da sua atividade de negócios, os mercados financeiros vivenciam um forte crescimento e valorização dos preços.

[30] Se eu pago à vista 5% do valor de face de um contrato do meu próprio bolso e financio os 95% restantes com um empréstimo do meu corretor, uma alteração no preço de mercado de apenas 1% — de, digamos, US$ 1000 para US$ 1010 — renderia uma taxa de retorno sobre o meu capital de 20%, ou seja, 10/50. Se eu pagar apenas 3% do valor de face do contrato, o mesmo movimento de preço de 1% me daria 33,33% de retorno, ou seja, 10/30.

Tal expansão pode com facilidade tornar-se auto-suficiente, uma vez que o sucesso gera uma propensão maior a assumir riscos. O mesmo sucesso também impulsiona a capacidade de pedir empréstimos de especuladores, inclusive usando ativos de maior valor como garantia. Os regulacionistas, notadamente Aglietta e Orléan[31], têm feito um bom trabalho ao atacar a "hipótese do mercado eficiente" em voga e mapear a dinâmica elaborada coletivamente do excesso do mercado financeiro como alternativa. A sua noção de "*rationalité auto-référentielle*", que se aproxima da metáfora do concurso de beleza formulada por Keynes ao observar a psicologia do mercado, é especialmente útil na explicação da tendência de especuladores altamente alavancados de lançar processos auto-suficientes de inflação de ativos em mercados estratégicos — *commodities*, imóveis, títulos financeiros.

[31] Aglietta, *Macroéconomie financière*. Paris: La Decouverte, 1995, Repères # 165, pp. 22-34; Orléan, A. *La pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob, 1999; e idem. "Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique". In: Boyer, R., Dehove, M. e Plihon, D. *Les crises financières*. Paris: La Documentation Française, 2004, Complément A, pp. 241-70.

A ECONOMIA DA "BOLHA"

Nos últimos anos temos presenciado a recorrência deste fenômeno. Assim como elevamos a especulação à categoria de atividade econômica central, também criamos uma propensão na economia às "bolhas de ativos", uma característica-chave da economia dirigida pelas finanças dos dias de hoje. O fato de o seu objeto ser fictício não significa que essas bolhas não tenham impacto na economia "real". Para começar, a distinção abrangente entre as esferas "real" e "monetária" não faz sentido em uma economia composta de circuitos monetários (espacial e temporalmente interdependentes), cuja maior finalidade é a acumulação de dinheiro como capital. Mesmo sem considerar esse aspecto, a maioria dos economistas admite o impacto do chamado *efeito riqueza*, por meio do qual o aumento dos preços dos ativos aumenta o consumo[32]. Também digno de nota é o impacto no investimento de empresas, implícito por um aumento no *Q* de Tobin[33] (que é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor patrimonial), ampliando a disposição e a capacidade das corporações de elevar os seus gastos com investimentos. O aumento rápido do preço das ações também enriquece muito a classe gerencial (via opções de ações) e oferece o financiamento para mais fusões e aquisições por meio de *swaps* de ações e o uso das ações como moeda.

Quando olhamos para as três maiores bolhas de ativos por que passou a economia dos Estados Unidos no último quarto de século, podemos identificar fontes adicionais de impacto no ritmo e na composição da atividade econômica em geral. Cada uma delas originou-se no contexto de estímulo excessivo, em que o Fed, preocupado com riscos maiores de deflação no despontar de recessões, manteve as taxas de juros muito baixas por dois anos até a recuperação. A evolução das bolhas foi impelida por inovações financeiras que se provaram muito

[32] Federal Reserve Bank of San Francisco. "Disentangling the Wealth Effect: Some International Evidence". *FRBSF Economic Research and Data*, 2007-2. Disponível em <www.frbsf.org/publications/economics/letter/2007/el2007-02.html>, acessado em 23/11/2008.

[33] Tobin, J. "A general equilibrium approach to monetary theory". *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 1, nº 1, 1969, pp. 15-29.

eficazes na mobilização de um grande número de outros financiamentos para compra de ativos em alta. Na segunda metade da década de 1980, os títulos de alto risco ajudaram a financiar uma enorme onda de ofertas de compra agressivas por *corporate raiders*, que incitaram a imposição da maximização do valor aos acionistas e a reestruturação impiedosa como os principais pilares de um novo regime de governança corporativa. No final da década de 1990, a combinação de investidores de risco agressivos, ofertas públicas iniciais e uma Nasdaq revitalizada criaram uma combinação poderosa para o financiamento de uma nova revolução (pós-) industrial centrada na internet. E, em meados dos anos 2000, hipotecas não convencionais e novos canais de securitização alimentaram a explosão espetacular do mercado imobiliário norte-americano.

Também aprendemos que tudo que sobe tem de descer, confirmando a hipótese da instabilidade financeira de Kindleberger e Minsky[34], segundo a qual as bolhas especulativas mais cedo ou mais tarde acionam uma crise financeira espetacular — a quebra da Bolsa em outubro de 1987, o colapso da Nasdaq de março de 2000 e a desintegração da securitização de agosto de 2007. Assim como a economia foi afetada de modo extraordinário pela bolha durante a subida, também foi abalada todas as vezes pela contenção de gastos após o estouro, o que levava à recessão (em 1990-1991, 2000/2001 e 2007/2008).

[34] Kindleberger, C. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Nova York: John Wiley & Sons, 1978; Minsky, H. *Can 'it' happen again?* Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1982; e idem. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

SENHORIAGEM GLOBAL

Não causa surpresa alguma que a propensão do capitalismo dirigido pelas finanças à "economia de bolhas" tenha sido mais pronunciada nos Estados Unidos. Além das inclinações naturais (mentalidade de enriquecer rapidamente, atitude positiva diante de dívidas etc.), há também fatores institucionais a ser considerados. Talvez o mais importante deles seja a posição privilegiada dos Estados Unidos no centro de um sistema monetário internacional baseado no dólar. Por ter de abastecer outros países com dólares para os seus pagamentos transnacionais, os Estados Unidos devem controlar déficits crônicos de balanço de pagamentos para manter fluxos de saída contínuos de dólares para o resto do mundo. Tais déficits externos são financiados automaticamente por atores não-estadunidenses, que usam dólares como meio internacional de troca ou reserva de valor. Portanto, como o único país do mundo que não enfrenta uma restrição externa, os Estados Unidos podem executar políticas econômicas muito mais estimulantes que qualquer outro país, sem se preocuparem com a sua posição externa, o nível de suas reservas cambiais ou taxas de câmbio (uma enorme vantagem que chamei em outro trabalho de "senhoriagem global"[35]. Essa vantagem estende-se ao fato de grande parte do

[35] Ver também Schulmeister, S. "Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, nº 3, 2000, pp. 365-95.

capital financeiro do mundo ser denominada em dólares, uma assimetria que ajuda os Estados Unidos a manter com mais facilidade os mercados financeiros mais profundos e líquidos.

Essa posição privilegiada promoveu esse país à posição de "locomotiva" da economia do mundo desde o final da Segunda Guerra Mundial. Durante a fase de Bretton Woods (1945-1971), os Estados Unidos atuaram como estimulador global via a supervalorização da sua moeda e exportações de capital, que ajudaram a alimentar o processo de recuperação de outras nações industriais (Alemanha, Japão etc.) em torno de estratégias de crescimento dirigido por exportações. Alterações drásticas no *mix* de políticas norte-americanas, que quebraram a dinâmica de estagflação global (1979-1982), acompanharam a retomada do papel de locomotiva pela economia estadunidense, que tornou-se o "último consumidor a quem recorrer". Desde 1985 a nação norte-americana vem acumulando déficits comerciais cada vez maiores, que têm sido financiados pelos excedentes comerciais crescentes do resto do mundo, sendo reciclados como exportações de capital para os próprios Estados Unidos. Com um déficit comercial de 7% do seu PIB, esse país absorve quase a metade da poupança do mundo e ao mesmo tempo tem uma economia com taxa negativa de poupança[36].

A última bolha de ativos dos Estados Unidos assumiu neste contexto um papel especial na dinâmica de crescimento da economia mundial. As inovações financeiras relacionadas à propriedade de imóveis, sobretudo refinanciamentos de hipotecas e empréstimos para a compra e reforma de imóveis residenciais, permitiram às famílias estadunidenses (69% das quais são proprietárias de suas casas) transformar ganhos de capital em dinheiro a partir da elevação dos preços de moradias sem ter de vender as suas casas. Os bancos norte-americanos lançaram os seus próprios valores mobiliários lastreados em hipotecas no final da década de 1990 e, então, depois de 2003, encontraram uma forma de reembalar conjuntos uniformes de hipotecas não convencionais de maior risco (empréstimos *subprime*, *Alt-A* e *piggy-back*) em valores mobiliários de alta classificação, empacotando os valores mobiliários lastreados em hipotecas como obrigações de dívida garantidas. O influxo de fundos gerado por essas técnicas de securitização financiaram um *boom* imobiliário histórico, que alimentou o consumo excessivo nos Estados Unidos e o crescimento dirigido pelas exportações em outras partes.

LIÇÕES DE UMA CRISE SISTÊMICA

Muito tem se falado sobre a crise dos *subprimes* e o seu avanço para uma quebra global de crédito[37]. Aqui não é o lugar para repetir os des-

[36] Ver Godley, W. e outros. "The United States and her creditors: can the symbiosis last? (*Strategic Analysis* 2005-09. Annandale-upon-Hudson, NY: Levy Institute, 2005); Brender, A. e Pisani, F. *Les déséquilibres financiers internationaux* (Paris: La Découverte, 2007, Repères #491); e Aglietta, M. e Berrebi, L. *Désordres dans le capitalisme mondial* (Paris: Odile Jacob, 2007), para excelentes discussões sobre esses desequilíbrios globais centralizados nos Estados Unidos.

[37] Ver, por exemplo, Dodd, R. "Subprimes: tentacles of a crisis. (*Finance and Development*, vol. 44, nº4, Washington, DC, IMF, 2007. Disponível em <www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/12/dodd.htm>, acessado em 23/11/2008); Guttmann, "The collapse of securitization: from subprimes to global credit crunch" (*Lettre du CEPN* #2, 2007. Disponível em <www.univ-paris13.fr/CEPN/lettre_cepn_02.pdf>, acessado em 23/11/2008); e Kregel, J. "Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market". *Public Policy Brief*, #93. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Institute, 2008.

dobramentos da crise, embora seja apropriado reforçar que ela seguiu o padrão clássico da superampliação movida pela euforia, um momento de instabilidade aguda que marcou um ponto de inflexão e a retração pelo pânico. Ainda assim, como sempre acontece com crises financeiras importantes, esta também tem características únicas. Particularmente surpreendentes têm sido a velocidade, o alcance e a ferocidade das rupturas, uma vez que as condições da crise transbordaram de uma fatia razoavelmente pequena do mercado de hipotecas norte-americano e engolfaram, além de desmontar, diversas camadas de securitização interconectadas. A destruição desse sistema bancário de projeção global produziu US$ 1 trilhão de valores mobiliários lastreados em ativos, em grande parte sem valor algum, dos quais os principais bancos mundiais já reduziram o valor contábil em cerca de US$ 300 bilhões. Tais perdas interromperam seriamente o funcionamento cotidiano dos bancos em todo o mundo. Uma crise de tais dimensões acontece raramente, e há muitas lições a serem aprendidas com ela.

AUSÊNCIA DE VERIFICAÇÕES E BALANÇOS EFETIVOS

Enormes perdas indicam que há erros graves na forma com que os bancos (ab)usaram da sua liberdade de restrições regulamentares e supervisão atenta pelas autoridades. A desregulamentação dos anos 1980 deu lugar a um sistema de auto-regulamentação, cujos balanços e verificações, todavia, não foram capazes de operar com eficácia. Os diretores executivos dos maiores bancos, um grupo muito coeso de indivíduos que utilizam uns aos outros como referência e trocam de posições entre si como se estivessem em uma porta giratória, impuseram uma exploração agressiva das inovações e geração de receitas a todo custo como os princípios centrais da cultura corporativa de suas instituições. Os geradores de receitas essenciais no grupo financeiro tinham autonomia demasiada, implementavam medidas mal compreendidas pelos seus superiores e seguiam uma estrutura de incentivos destinada ao encorajamento do excesso. As regras de governança corporativa, práticas de comunicações internas baseadas em "paredes corta-fogo", separando diferentes departamentos e remuneração por desempenho, provaram-se, todas, malsucedidas, uma vez que contribuíram para uma má gestão sistemática de escolha entre risco e retorno.

Os bancos estabeleceram estruturas complexas de entidades para fins especiais e outros mecanismos de transferência de riscos, que existiam fora de seus balanços patrimoniais e eram, assim, invisíveis aos olhos de outras partes. Nem controles internos nem auditores externos conseguiam identificar áreas de problema que surgiam antes que começassem a provocar perdas maiores. As agências de classificação, como Standard & Poor's ou Moody's, enfrentavam conflitos de

interesse, que debilitaram a sua capacidade de fazer avaliações objetivas. Não apenas essas agências eram pagas por aqueles cujos produtos deveriam avaliar, como também muitas vezes serviam como consultores para a montagem de pacotes de securitização de empréstimos que concordavam em avaliar como de grau máximo. Por fim, os controles prudenciais estabelecidos pelos reguladores aos bancos (sobretudo os de supervisão) eram completamente inadequados. Além de não terem uma quantidade suficiente de avaliadores qualificados para lidar com um emaranhado complexo de novos produtos financeiros, a maioria dos países também sofria com estruturas de regulamentação obsoletas, que no âmbito da separação funcional (por exemplo, entre bancos comerciais e mercados financeiros) não mais correspondiam às realidades de grupos financeiros integrados.

É óbvio que todas essas verificações terão de ser reformadas para recuperar a sua eficácia. Boa parte dessa correção é conseqüência natural das pressões pós-crise de aprender com os erros do passado e elaborar maneiras melhores de evitá-los no futuro. O mesmo aplica-se às mudanças na estrutura e na cultura corporativa dos bancos como resultado de perdas imensas, que acionam mudanças nas altas administrações, revoltas de acionistas e recapitalizações, e trazem investidores mais atuantes em potencial (fundos soberanos ou fundos de participações). Embora centenas de bancos gravemente abalados passem pelas suas respectivas reorganizações, reformas do sistema como um todo inevitavelmente seguirão as diretrizes do novo regime de regulamentação conhecido como Basiléia II, já em implantação sob os auspícios do Comitê da Basiléia de Supervisão Bancária[38]. Essas diretrizes harmonizam padrões mínimos de controles de riscos internos, provisões para perdas, divulgação de informações e níveis de capitalização. Elas foram complementadas por novas regras de contabilidade, em especial a avaliação "marcar a mercado" de ativos nos livros dos bancos. Conhecidos como Padrões Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS), visam harmonizar os relatórios financeiros em um mundo de comércio e investimentos entre países.

[38] Ver *Basel II: international convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework* (Basiléia: Bank for International Settlements, 2004. Disponível em <www.bis.org/publ/bcbs107.htm>, acessado em 23/11/2008) para obter mais detalhes sobre este novo regime de auto-regulamentação supervisionada, centrada nos três pilares da gestão de risco, supervisão prudencial e disciplina de mercado.

ENIGMAS DA GESTÃO DE RISCO

No entanto, é possível que nem o Basiléia II nem os IFRS sejam suficientes como diretrizes para a reforma reguladora. Ambos reforçam a "prociclicidade"[39] do sistema financeiro (pela imposição de perdas maiores declaradas e mais capital justamente quando os bancos se retraem durante uma crise). E ambos apresentam falhas graves de avaliação de ativos e contabilização de riscos. Em vez de prescrever regras claras que devem ser obedecidas por todos, ambos dão muito

[39] Do inglês "procyclicity", termo que define a aceleração e a intensificação de ciclos econômicos com conseqüências negativas. [N. T.]

poder a cada banco para a determinação de qual a melhor forma de estabelecer o preço de ativos e avaliar os riscos.

A crise deixou claro que os banqueiros passam por apuros para avaliar riscos de forma apropriada. Eles subestimam os riscos durante as altas de euforia apenas para exagerá-los via pânico, logo em seguida, durante os surtos de turbulência. O novo modelo "gerar e distribuir" de fazer empréstimos, reembalá-los em valores mobiliários e se desfazer deles vendendo-os é um convite para que os banqueiros pensem de forma equivocada que tal mecanismo de transferência de risco para outros equivale a se livrar dos riscos de uma vez por todas. O que a securitização faz, se é que faz algo, é transformar um risco de crédito em uma combinação de riscos de mercado e de terceiros. Os delírios que os bancos têm quanto aos riscos foram piorados pela natureza mal compreendida dos seus instrumentos complexos e também pela opacidade intencional dos seus negócios. Neste ponto precisamos nos ater em particular às entidades para fins especiais, criadas fora dos seus balanços patrimoniais (como veículos de investimentos estruturados e obrigações da dívida garantidas), que a um só tempo geram renda aos bancos e, como se pôde ver, "passivos contingentes" de alto valor.

Embora os bancos tenham mobilizado uma grande soma de recursos para o desenvolvimento de modelos de riscos próprios e, dentro do espírito do Basiléia II, usá-los para calcular os níveis apropriados de capitalização, tenho sérias dúvidas sobre a confiabilidade deles. Há limitações inerentes que tentam transformar a incerteza radical, com sua imprevisibilidade inata, em risco mensurável, com base na média de uma série de cenários possíveis ponderados por suas probabilidades respectivas. Não ajuda o fato de que os modelos, mesmo os mais avançados, tendam a considerar os diferentes riscos individualmente, separados uns dos outros, quando na verdade combinam-se e conectam-se, reforçando-se de forma mútua durante a crise. Os riscos de crédito alimentam os riscos de mercado, que por sua vez estabelecem elevados riscos de terceiros, por exemplo. E, nessas condições caóticas de crise, um risco pode se transformar em outro: riscos de liquidez podem rapidamente se transformar em riscos de solvência; os riscos operacionais de hoje podem se tornar riscos de reputação ou problemas jurídicos de amanhã; e assim por diante.

A incapacidade dos modelos de risco de anteciparem tais combinações e transformações abre espaço para um grande número de eventos de risco vinculado (*tail risk*) fora da distribuição normal de cenários apreendidos por tais modelos, e para os quais nem os banqueiros nem os reguladores estão preparados (entre esses riscos pode ser citado o sistêmico de quebra de normalidade em todo o sistema). Essa limitação demanda uma abordagem macroprudencial

à regulamentação dos bancos, na qual os bancos centrais venham a coletar dos bancos os dados sobre as suas fontes de fundos e possam rastrear, para o interesse da manutenção da estabilidade financeira, a dinâmica real de um ciclo de crédito. A idéia aqui é reagir a qualquer tendência na direção do excesso antes que ela cresça e se torne uma bolha insustentável. Os bancos centrais devem emitir sinais de alerta com antecipação suficiente e que acionem restrições (como exigências de margem e controles de crédito). Do contrário, ficaremos com um desequilíbrio intolerável e cada vez maior entre a privatização dos ganhos e a socialização das perdas, em que poucos colhem imensos benefícios para o próprio sucesso, enquanto todos os muitos outros pagam pelos erros daqueles.

MERCADOS FRÁGEIS

Talvez o aspecto mais exclusivo desta crise tenha sido o colapso de diversos mercados financeiros ao mesmo tempo. Em todos os casos, tratava-se de *mercados de balcão*, organizados por um número razoavelmente pequeno de instituições financeiras negociando entre si com acordos bilaterais. Na falta de regras claramente estabelecidas, esses mercados mais ou menos informais dependem em grande medida da existência de confiança e crença no ambiente das instituições, as quais formam o mercado por meio dos negócios que fazem entre si e entre elas e sua clientela respectiva, que é quem acaba ficando com os valores mobiliários. Mesmo assim, essa informalidade dos mercados de balcão também torna essa confiança vulnerável a choques.

Os bancos *underwriters* produzem os mercados de balcão pela compra inicial de alguns valores mobiliários uns dos outros, usando seus modelos próprios para avaliar o produto e chegar a um acordo quanto ao preço, que servirá de base para a distribuição subseqüente de toda a emissão para os clientes investidores. Se e quando características comportamentais inesperadas do produto colocarem em dúvida o seu perfil de risco e retorno planejados, os mercados de balcão não terão o mecanismo de troca pública para estabelecer um preço novo coletivamente elaborado, que reflita as informações que geram turbulência. Quando os bancos duvidam dos preços uns dos outros, pode não haver coesão suficiente para um novo consenso de preço. Neste ponto, quando não há mais recuperação de preço, as negociações cessam. Isto é exatamente o que aconteceu nos mercados com os valores mobiliários lastreados em hipotecas não associados a agências governamentais (*non-agency*), obrigações de dívida garantidas e títulos de crédito lastreados em ativos. A paralisia coletiva estendeu a desconfiança mútua entre os bancos ao mercado interbancário, cuja interrupção recorrente prejudicou gravemente as perspectivas de crescimento da economia do mundo.

[40] Seguradora que oferece apenas uma linha de contratos de seguro, como seguro de crédito. [N. T.]

[41] *Auction rate securities* são títulos de dívida de longo prazo transformados pelos bancos em papéis líquidos que rendiam taxas de juros de curto prazo. As taxas eram periodicamente renegociadas em leilões mensais ou semanais, conforme o estipulado em contrato. [N. T.]

Outras inovações recentes também passaram a sofrer uma grande pressão durante a crise atual: veículos de investimentos estruturados, seguradoras *monoline*[40], *swaps* de inadimplência de crédito, fundos de hedge, ARS (*Auction Rate Securities*)[41] etc. Qualquer um desses ainda pode quebrar sob pressão, uma perspectiva particularmente provável para os diversos produtos de seguro de inadimplência, assim que a recessão precipite mais inadimplências e reduções de classificação. E essas rupturas podem agravar ainda mais a perda de confiança e dos rendimentos. Em vista de tais fatores adicionais de pressão, temos de ser cuidadosos para que o processo em andamento de desalavancagem e redefinição de preços de risco não se degenere em vendas de ativos frenéticas simultaneamente a quedas abruptas dos mercados, que, por sua vez, poderiam acionar uma espiral sustentada de deflação e dívida em direção a uma depressão generalizada.

CONCESSORES DE EMPRÉSTIMOS DE ÚLTIMO CASO

Os bancos centrais tornaram-se vulneráveis a críticas por suas intervenções abrangentes desde o início da crise, no começo de agosto de 2007. O Fed, por exemplo, tem se dedicado à tarefa em duas áreas: os seus agressivos cortes na taxa de juros aumentam o medo de bolhas de ativos renovadas ou de inflação; e o resgate financeiro ao Bear Stearns pode alimentar problemas de ética associados à posição dos bancos em assumirem muitos riscos contando com ajuda caso não tenham sucesso. Apesar das críticas, em minha opinião, os bancos centrais têm se mostrado aptos à administração da crise até o momento, especialmente após a medida de gestão malsucedida do Bank of England em relação à Northern Rock, quinta maior concessora de empréstimos da Inglaterra, em setembro de 2007, nos lembrar da necessidade de uma boa gestão da crise nos momentos de pânico.

Diante de apreensões recorrentes do mercado interbancário e os correspondentes picos de índices centrais do mercado monetário (Libor, Euribor etc.), o Fed, o ECB e os demais bancos centrais mais importantes viram-se obrigados a introduzir uma variedade de novos mecanismos capazes de fornecer injeções de liquidez sustentadas em grande escala. Para tal objetivo, eles organizaram leilões regulares de dinheiro e ofereceram uns aos outros reservas pela ativação de acordos de *swap* de longa duração. E de forma mais generalizada renovaram as suas linhas de empréstimos, aceitando, inclusive, uma variedade maior de ativos bancários como garantia. As iniciativas do Fed nesta direção em dezembro de 2007 e março de 2008 podem ser os primeiros passos na direção do resgate financeiro de bancos pela compra dos seus valores mobiliários lastreados em ativos por um preço com desconto, retirando, assim, de forma permanente os ativos prejudicados

de seus balanços patrimoniais com perdas relativamente limitadas. De forma semelhante, o Fed está instando os bancos a renegociarem as hipotecas existentes com principais reduzidos (em linha com garantias de menor valor), como uma alternativa menos dispendiosa que as excussões hipotecárias. Ao mesmo tempo, o governo norte-americano expandiu drasticamente as capacidades de empréstimo dos Federal Home Loan Banks para combater a quebra do crédito entre os concessores de empréstimos para hipotecas comerciais. Talvez mais significativo seja o fato de o Fed ter expandido a sua rede de segurança de auxílio de emergência para bancos de investimento, uma extensão repetida do resgate do Bear Stearns acordado com o Fed.

Um bom exemplo será a exigência de que essas extensões de proteção sejam acompanhadas de uma maior regulamentação das instituições financeiras relevantes, especialmente com relação aos bancos de investimentos. É óbvia a necessidade de certas regras que todos devam seguir. As regras de capital ponderado por risco do BCBS para bancos (Índice de Cooke do Basiléia I, Índice de McDonough do Basiléia II) são um bom começo, mas precisam ser estendidas para incluir outras, sobre os graus de alavancagem permissíveis, análises de risco de novos mercados, estruturas de incentivo internas às empresas e governança corporativa que reflitam as responsabilidades fiduciárias especiais de instituições financeiras. Em seguida, deve haver também, por reguladores capazes, muito mais supervisão contínua e estrita dos atores estratégicos, aliada a uma transparência muito maior e a padrões de divulgação de informações. Essa combinação de regulamentação, se cuidadosamente projetada e aplicada de forma significativa, não diminuiria necessariamente a vibração do capitalismo dirigido pelas finanças, mas poderia evitar seus piores excessos.

POLICENTRISMO EMERGENTE

Uma vítima adicional da crise atual pode bem ser o *status* internacional do dólar estadunidense. A crise está fadada a acelerar o declínio da moeda norte-americana — tanto em termos de valor quanto de participação no mercado. Tal desdobramento é desestabilizador, como pode ser visto pelo seu impacto sobre os preços globais das *commodities*. A erosão da posição do dólar como meio internacional de troca também poderá dificultar a longo prazo a capacidade dos Estados Unidos em financiarem os seus déficits gêmeos (comerciais e orçamentários) a partir do contingente de poupanças estrangeiras, e até mesmo de gerir a sua dívida externa, superior a US$ 3 trilhões.

Um dos desafios à frente diz respeito à necessidade de se preparar para a nova economia mundial policêntrica emergente, composta de zonas regionais aproximadamente equivalentes para o dólar, o euro e o yuan/iene[42]. Não há instituições multilaterais de governança global

[42] A este respeito, precisamos prestar atenção aos planos de união monetária entre os países do Conselho de Cooperação do Golfo – Bahrein, Kuwait, Omã, Qatar, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos e possivelmente também o Iêmen –, bem como às etapas de acompanhamento da iniciativa de Chiang Mai, dos países Asean (do Sudeste da Ásia), mais a China, o Japão e a Coréia.

com as quais seja possível exercer a coordenação entre os blocos em competição pelo poder. Na sua ausência, atritos entre a centralização financeira e a fragmentação monetária, endêmicos a um sistema como esse, poderão dominar a próxima longa onda na evolução do capitalismo dirigido pelas finanças. As finanças são muito importantes e instáveis para ser deixadas nas mãos dos banqueiros.

ROBERT GUTTMANN é professor da Universidade de Hofstra, em Nova York.

Recebido para publicação
em 5 de outubro de 2008.
NOVOS ESTUDOS
CEBRAP
82, novembro 2008
pp. 11-33